

# DIVERSIDADE NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, DISCLOSURE ESG E DESEMPENHO FINANCEIRO: Evidências na Bolsa de Valores Brasileira

## 1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, a maior conscientização social e as pressões de consumidores e stakeholders têm impulsionado empresas a adotar práticas ESG, afetando rentabilidade e viabilidade financeira de longo prazo (Billio et al., 2021). Investidores institucionais têm intensificado a exigência por sustentabilidade, priorizando empresas que reduzem impactos ambientais e aprimoram práticas de governança. Como resultado, grandes fundos internacionais enfrentam restrições crescentes para alocar recursos em empresas que não demonstrem compromissos concretos com ESG (Matos, 2020). Essa pressão financeira se soma à pressão social, tornando as questões de sustentabilidade, elementos estratégicos para a sobrevivência e a competitividade das organizações.

Nesse contexto, a diversidade nos conselhos de administração emerge como um tema relevante dentro das discussões sobre ESG, com implicações diretas para a transparência e a responsabilidade corporativa (Beuren et al., 2014). Estudos prévios (por exemplo, Delis et al., 2016; Bravo, 2018; Mehmood, de Luca e Quach, 2023; Kizys, Mamatzakis e Tzouvanas, 2023) apontam que a diversidade no conselho de administração é um elemento que afeta tanto a governança como o desempenho das empresas.

De forma específica, evidências empíricas indicam que conselhos mais diversos estão associados a maior comprometimento com práticas sustentáveis, refletindo em relatórios ESG de melhor qualidade (Almaqtari, Elsheikh, Hashim & Youssef, 2024). Conselhos heterogêneos são mais eficazes na comunicação de informações relevantes para uma ampla gama de *stakeholders* (Bravo, 2018; Kizys, Mamatzakis e Tzouvanas, 2023). Nesta perspectiva, o presente estudo analisou as relações entre a diversidade no conselho de administração (em termos de gênero, raça, faixa etária e formação profissional), o *disclosure* de práticas ESG (ambientais, sociais e de governança) e o desempenho financeiro, das empresas listadas na B3, no ano de 2023.

Ainda que algumas pesquisas indiquem que conselhos diversos favorecem práticas de ESG e melhor desempenho financeiro, os resultados são divergentes (por exemplo, Ismail & Latiff, 2019, Dong et al., 2022 e Liu, 2022), evidenciando a necessidade de estudos adicionais que aprofundem a compreensão dessas relações, dada a complexidade e a inconsistência dos achados (Holderegger & Duarte, 2024).

Especificamente no contexto brasileiro, a análise dessa relação ainda necessita ser investigada. Nesse sentido, este estudo contribui ao oferecer novas evidências empíricas sobre diversidade, disclosure ESG e desempenho, ampliando a compreensão de seu papel estratégico.

## 2 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

A diversidade nos conselhos de administração, em termos de gênero, raças, faixa etária e formação profissional, tem sido identificada como fator que permite melhor compreensão das demandas de sustentabilidade e das expectativas dos *stakeholders* (Shen & Huang, 2023).

Almaqtari et al. (2024) demonstraram que conselhos diversos apresentam maior compromisso com práticas de sustentabilidade, apresentando maior qualidade nos relatórios ESG. A diversidade de perspectivas fortalece a identificação de riscos e oportunidades em sustentabilidade, melhora a resposta às pressões por transparência e fortalece o controle interno, contribuindo para divulgações ESG mais robustas (Shen e Huang, 2023)

Dessa forma, a literatura sugere que a diversidade no conselho é um fator determinante para a qualidade das informações ESG divulgadas pelas empresas, fundamentando a primeira hipótese desta pesquisa:

**H1** – Conselhos de administração com maior diversidade tendem a apresentar níveis mais elevados de *disclosure* de informações ESG.

A literatura tem evidenciado que níveis mais elevados de *disclosure* de informações ESG estão associados a melhor desempenho financeiro das firmas (Bataeva et al., 2022; Shah et al., 2024). Bataeva et al. (2022) mostraram que a divulgação de relatórios ESG fortalece a confiança de consumidores e investidores, impulsionando o crescimento das receitas e melhorando os indicadores financeiros.

Shah et al. (2024) evidenciaram que uma governança sólida, aliada à transparência das informações ESG, exerce efeito direto no desempenho financeiro, fortalecendo a imagem corporativa e atraindo investimentos de longo prazo. Molla et al. (2019) sugerem que práticas frágeis de governança e *disclosure* ESG estão associadas a declínios do desempenho financeiro. Sendo assim, formula-se a segunda hipótese da pesquisa:

**H2** – Níveis mais elevados de *disclosure* de informações ESG contribuem positivamente para o desempenho financeiro da empresa.

A diversidade no conselho de administração tem sido amplamente estudada como um dos determinantes do desempenho financeiro das empresas. A diversidade de gênero, raça, etária e formação acadêmica ampliam as perspectivas, habilidades e experiências presentes no colegiado, fortalecendo o processo decisório e fomentando escolhas mais equilibradas e inovadoras, com impacto direto sobre os resultados financeiros (Gupta et al., 2015).

Erhardt et al. (2003) identificaram correlação positiva entre a diversidade no conselho e o desempenho financeiro, destacando que conselhos mais diversos melhoram indicadores como o retorno sobre investimentos.

Alguns estudos, como Gupta et al. (2015), mostram evidências divergentes, indicando que a diversidade no conselho nem sempre melhora o desempenho financeiro em contextos regulatórios rígidos. Porém, a maioria aponta que ela gera vantagem competitiva, fortalece a governança e favorece decisões mais equilibradas, resultando em melhores resultados econômicos no longo prazo. Diante do exposto, formula-se a terceira hipótese da pesquisa:

**H3** – Conselhos de administração com maior diversidade apresentam melhor desempenho financeiro.

A literatura discute a relação entre diversidade no conselho e desempenho financeiro, destacando o papel central da transparência em práticas ESG como mediadora dessa relação. Estudos indicam que conselhos mais diversos tendem a adotar governança mais transparentes e políticas de sustentabilidade (Manita et al., 2018; Shen & Huang, 2023).

A diversidade amplia a capacidade do conselho de identificar e comunicar impactos socioambientais, favorecendo governança mais sólida e relações consistentes com investidores e consumidores (Menicucci & Paolucci, 2024). Nesse sentido, a transparência nas práticas ESG pode exercer uma função mediadora entre a diversidade no conselho e o desempenho financeiro, uma vez que a divulgação é percebida como um sinal de responsabilidade corporativa e gestão eficiente de riscos, elevando a confiança do mercado e potencialmente os retornos financeiros da empresa (Gupta et al., 2015; Bataeva et al., 2022). Com base nesse entendimento, formula-se a quarta hipótese da pesquisa:

**H4** – O *disclosure* de informações ESG media a relação entre a diversidade no conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este estudo é quantitativo, de caráter descritivo e explicativo. A vertente descritiva mapeou características dos conselhos de administração. Já a dimensão explicativa procurou compreender as relações entre a diversidade no conselho, a divulgação de práticas ESG e o desempenho financeiro das companhias listadas na bolsa brasileira.

O período de análise compreendeu somente o ano de 2023, tendo em vista que, em decorrência da Resolução CVM nº 59, passou a ser obrigatória, a partir do ano de 2023, a divulgação de dados de diversidade nos conselhos de administração. Embora estejam disponíveis informações de diversidade também para 2024, não foram encontrados dados suficientes referentes às práticas ESG desse ano na base Refinitiv. Dessa forma, optou-se por restringir a análise exclusivamente ao exercício de 2023.

A coleta de dados foi realizada em três bases de dados principais. Primeiramente, na CVM (Comissão de Valores Mobiliários) via API (Interface de Programação de Aplicações), onde foram obtidas informações sobre a composição dos conselhos de administração, incluindo gênero, raças, faixa etária e formação profissional dos conselheiros. Em seguida, a plataforma Comdinheiro.com foi utilizada para a extração dos indicadores financeiros como Margem EBITDA (Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido) e Q de Tobin. Por fim, a base LSEG Data & Analytics, que sintetiza informações relacionadas às práticas socioambientais e de governança das empresas.

As principais variáveis financeiras consideradas neste estudo foram: Margem EBITDA, ROE e Q de Tobin. Esses indicadores, amplamente reconhecidos na literatura, permitem avaliar a performance corporativa e a eficiência na geração de lucros, além de subsidiarem análises sobre governança e sustentabilidade. No que tange ao *disclosure* de práticas ESG foi adotado o índice Refinitiv, que ajusta as métricas de acordo com as particularidades de cada setor, garantindo maior representatividade na mensuração do desempenho socioambiental e de governança (Schleich, 2022).

A análise dos dados foi conduzida pela técnica de Análise Robusta do Caminho, operacionalizada no *software* Warp PLS, versão 7.0. Essa técnica é especialmente apropriada à modelagem de construtos formativos, permitindo a avaliação das relações entre diversidade no conselho de administração, nível de *disclosure* ESG e desempenho financeiro. O modelo estrutural proposto contempla a diversidade de gênero, etnia e formação dos conselheiros como construtos exógenos, o *disclosure* ESG como variável mediadora e o desempenho financeiro como construto endógeno. A análise engloba, também, a variável de controle o porte da empresa, com o objetivo de isolar os possíveis efeitos sistemáticos que poderiam influenciar os resultados.

Os valores ausentes (missing values) foram tratados por imputação da média de cada variável, limitada ao teto de 2%. A detecção de valores extremos (outliers) foi conduzida por meio da padronização dos dados, com exceção das variáveis dummies, convertendo as variáveis em escores z, definidos por média zero e desvio-padrão igual a um. Nessa escala, os escores padronizados usualmente variam entre -4 e +4; logo, observações que ultrapassam esses limites foram tratadas como outliers potenciais.

## 4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Neste estudo, foram excluídas as empresas do setor financeiro e seguradoras, em seguida, aplicou-se um segundo filtro, eliminando aquelas que não apresentavam dados relacionados às práticas ESG (ambientais, sociais e de governança). Após a aplicação desses critérios, a amostra finalizou com um total de 102 empresas.

### 4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

O ESG Score médio foi de 53,67 pontos, com elevado desvio-padrão (19,5), indicando forte heterogeneidade entre as companhias. No Pilar ambiental (Envl\_Score), o valor médio foi

de 51,8. O Social\_Score foi o pilar mais elevado (média de 55,9). Na governança, a média foi de 52,2.

A amostra apresentou elevada dispersão nos indicadores de desempenho. A Margem EBITDA média foi de 19,9%. O ROE médio foi de 6,7%. O Q de Tobin apresentou média de 0,66, indicando que, de forma geral, o mercado precifica as empresas abaixo do valor de reposição de seus ativos, o que sugere cautela dos investidores.

A participação feminina nos conselhos foi, em média, de apenas 17%, evidenciando a sub-representação de gênero. A diversidade de raças foi ainda mais limitada (3%), sendo inexistente em Consumo Cíclico e Tecnologia. Já a diversidade profissional, mostrou-se bem mais consistente (média de 61%). Assim, no geral, a diversidade nos conselhos ainda é um desafio transversal, mas com maior avanço em termos de formação profissional. A variável de controle porte, medida pelo logaritmo do ativo total, apresentou média geral de 23,7 e desvio de 2,6, indicando heterogeneidade entre as empresas da amostra.

#### 4.2 AVALIAÇÃO DAS RELAÇÕES ENTRE OS CONSTRUTOS VIA ANÁLISE ROBUSTA DE CAMINHO

A avaliação das relações entre os construtos iniciou com a verificação da colinearidade entre os indicadores e os seus respectivos construtos, não sendo notados de valores críticos ( $VIF < 2$ ), suficientemente inferior ao teto de 5 proposto na literatura (Hair Jr. et al, 2014).

Todos os pesos externos foram positivos, indicando ausência do paradoxo de Simpson (Pearl, 2009). Todas as variáveis mostraram-se estatisticamente significantes ( $p < 0,05$ ), indicando que os indicadores formativos utilizados contribuem significativamente para a explicação do respectivo construto latente.

O modelo estrutural apresentou um  $R^2$  ajustado de 0,36, indicando que 36% da variância associada ao desempenho financeiro é explicada pelos construtos incluídos no modelo estrutural. É possível notar, também, que o modelo exibe qualidade de ajuste e capacidade preditiva consistentes, com  $APC = 0,333$  ( $p < 0,001$ ),  $ARS = 0,466$  ( $p < 0,001$ ),  $AARS = 0,456$  ( $p < 0,001$ ) e  $GoF = 0,662$ , além da ausência de multicolinearidade ( $AVIF = 1,054$ ;  $AFVIF = 2,021$ ) e de evidências de paradoxo de Simpson ou supressão estatística ( $SPR = 1,000$ ;  $RSCR = 1,000$ ;  $SSR = 0,889$ ;  $NLBCDR = 1,000$ ), o que reforça a robustez das relações estimadas.

Acerca das relações entre os constructos, nota-se que, independentemente, do efeito da variável de controle (porte), a avaliação dos coeficientes de caminho do modelo externo indica que a diversidade no conselho exerce efeito positivo sobre Disclosure de Informações ESG ( $\beta = 0,29$ ;  $p < 0,001$ ), confirmando, assim,  $H_1$ . Esse resultado converge com a literatura, uma vez que Almaqtari et al. (2024) indicam que a diversidade de gênero nos conselhos tende a aumentar positivamente a atenção das empresas às questões sociais e ambientais.

Contudo, à adoção de práticas ESG não mostrou associação estatisticamente significativa com o desempenho financeiro ( $\beta = 0,12ns$ ), levando à rejeição da  $H_2$ , impossibilitando a confirmação de  $H_4$ . O resultado pode decorrer da recente obrigatoriedade de divulgação no Brasil, da baixa maturidade das práticas ESG ou de seus efeitos positivos aparecerem apenas no longo prazo, podendo mudar com dados de 2024, ainda não divulgados.

Ademais, a diversidade apresentou efeito direto e significativo sobre o desempenho financeiro ( $\beta = 0,25$ ;  $p < 0,001$ ), reforçando a ideia de que conselhos heterogêneos favorecem melhores decisões estratégicas, inovação e gestão de riscos, resultando em ganhos econômicos. Sendo assim, a  $H_3$  foi aceita. Essa evidência está em linha com Erhardt et al. (2003) que constatou que a diversidade do conselho associa-se positivamente ao retorno sobre o investimento (ROE), sugerindo que conselhos mais diversos impactam o desempenho organizacional geral.

Outro achado relevante foi a influência do porte, estatisticamente significativa, indicando que empresas maiores tendem a apresentar melhor desempenho financeiro,

possivelmente por maior acesso a recursos, estrutura organizacional mais consolidada e maior visibilidade no mercado.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo investiga como a diversidade no conselho de administração, nos aspectos de gênero, raça, faixa etária e formação, se relaciona ao *disclosure* de práticas ESG e ao desempenho financeiro de companhias não financeiras listadas na B3, em 2023. A amostra final incluiu 102 empresas e as relações foram estimadas por Análise Robusta do Caminho (Warp PLS 7.0), controlando o porte da firma.

Os achados evidenciam que conselhos com maior diversidade apresentam níveis mais elevados de *disclosure* de informações ESG. Ademais, a diversidade apresentou efeito direto e significativo sobre o desempenho financeiro, reforçando a ideia de que conselhos heterogêneos favorecem melhores decisões estratégicas, inovação e gestão de riscos, resultando em ganhos econômicos. Esses resultados são convergentes com a literatura que já indicava que maior diversidade no conselho está relacionada a melhores impactos no desempenho organizacional de uma forma geral (Erhardt et al., 2003).

O nível de reporte de práticas ESG ainda não se associou, no período estudado, a ganhos imediatos de performance. A principal razão plausível é o estágio de maturação do tema no Brasil: a obrigatoriedade de divulgar informações de diversidade é recente e as métricas de sustentabilidade, embora em expansão, carecem de padronização e comparabilidade suficientes para refletir, no curto prazo, ganhos econômicos de modo consistente entre setores.

Como limitações, destaca-se o recorte temporal restrito, pois analisou-se um único exercício, justamente o primeiro com obrigação de divulgação de diversidade, e sem disponibilidade consolidada de métricas ESG para o ano subsequente na base utilizada. Esse contexto reforça que relações de sustentabilidade e valor tendem a emergir com mais clareza quando observadas ao longo do tempo, em diferentes ciclos setoriais e condições de mercado.

## REFERÊNCIAS

- Almaqтари, F. A., Elsheikh, T., Hashim, H. A., & Youssef, M. A. E. A. (2024). Board attributes and environmental and sustainability performance: Moderating role of environmental teams in Asia and Europe. *Sustainable Futures*, 7, 100149. <https://doi.org/10.1016/j.sftr.2023.100149>
- Bataeva, B. S., Kokurina, A. D., & Karpov, N. A. (2021). The impact of ESG reporting on the financial performance of Russian public companies. *Upravlenets*, 12(6), 20-32. DOI: 10.29141/2218-5003-2021-12-6-2
- Bernile, G., Bhagwat, V., & Yonker, S. (2018). Board diversity, firm risk, and corporate policies. *Journal of Financial Economics*, 127(3), 588-612. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.12.009>
- Beuren, I. M., Dani, A., & Beck, F. (2014). Relação entre as práticas do board interlocking e características de empresas de estrutura de propriedade familiar com ações mais negociadas na BM&FBOVESPA. *Revista Eletrônica de Ciência Administrativa*, 13, 339-355.
- Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., & Pelizzon, L. (2021). Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28 (5), 1426-1445. <https://doi.org/10.1002/csr.2177>
- Bravo, F. (2018). Does board diversity matter in the disclosure process? An analysis of the association between diversity and the disclosure of information on risks. *International Journal of Disclosure and Governance*, 15, 104-114. <https://doi.org/10.1057/s41310-018-0040-4>

- Delis, M. D., Gaganis, C., Hasan, I., & Pasiouras, F. (2017). The effect of board directors from countries with different genetic diversity levels on corporate performance. *Management Science*, 63 (1), 231-249. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2334>
- Dong, Y., Liang, C., & Wanyin, Z. (2022). Board diversity and firm performance: Impact of ESG activities in China. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 66 (3), 953-959. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2022.2116160>
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11 (2), 102-111. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00011>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5 (4), 210-233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Gupta, P. P., Lam, K. C., Sami, H., & Zhou, H. (2015). *Board diversity and its long-term effect on firm financial and non-financial performance*. Available at SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2531212>
- Hair Jr, J. F., Hult, G. T. M., Ringle, C., & Sarstedt, M. (2014). *A primer on partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM)*. Sage Publications.
- Ismail, A. M., & Latiff, I. H. M. (2019). Board diversity and corporate sustainability practices: Evidence on environmental, social and governance (ESG) reporting. *International Journal of Financial Research*, 10 (3), 31. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v10n3p31>
- Kizys, R., Mamatzakis, E. C., & Tzouvanas, P. (2023). Does genetic diversity on corporate boards lead to improved environmental performance? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 84, 101756. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2023.101756>
- Liu, M. (2022). Quantitative ESG disclosure and divergence of ESG ratings. *Frontiers in Psychology*, 13, 936798. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.936798>
- Manita, R., Bruna, M. G., Dang, R., & Houanti, L. H. (2018). Board gender diversity and ESG disclosure: Evidence from the USA. *Journal of Applied Accounting Research*, 19 (2), 206-224. <https://doi-org.ez17.periodicos.capes.gov.br/10.1108/JAAR-01-2017-0024>
- Matos, P. (2020). ESG and responsible institutional investing around the world: A critical review. *CFA Institute Research Foundation Literature Reviews*. Available at SSRN: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3668998>
- Mehmood, A., De Luca, F., & Quach, H. (2023). Investigating how board gender diversity affects environmental, social and governance performance: Evidence from the utilities sector. *Utilities Policy*, 83, 101588. <https://doi.org/10.1016/j.jup.2023.101588>
- Menicucci, E., & Paolucci, G. (2024). Women on board and ESG performance: Insights from the Italian utilities sector. *International Journal of Business and Management*, 19(3), 73-90. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v19n3p73>
- Molla, M. S., Ibrahim, Y., & Ishak, Z. (2019). Effect of board diversity on financial performance of firms in Malaysia: A moderating role of corporate sustainability practices. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 10 (10), 97-101. <https://doi.org/10.7176/JESD>
- Schleich, M. V. (2022). Quais são as políticas e práticas em recursos humanos mais utilizadas pelas empresas com melhores índices ESG no Brasil? *Revista de Administração de Empresas*, 62, e2021-0370. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020220511>
- Shah, S. S. H., Basit, A., Ahmed, S., Khan, M. A., & Tangl, A. (2024). Board composition, ESG practices, and firm performance: Evidence from the Pakistan stock exchange. *The Economics and Finance Letters*, 11. <https://doi.org/10.18488/29.v11i2.3765>
- Shen, M., & Huang, X. (2023). Board diversity and ESG disclosure: Evidence from China. *Proceedings of the 2023 9th International Conference on Industrial and Business Engineering*. <https://doi.org/10.1145/3629378.3629395>